

未来成长或可期

——尚荣医疗（002551）调研报告

分析师：闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150511010018

2011-8-16

生物医药

联系人

张磊

010-68784263

kinglz114@sina.com

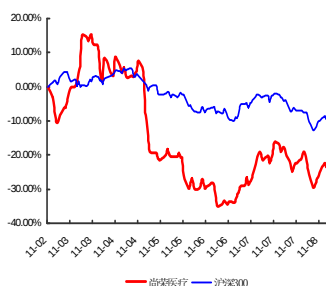
评级：中性

上次评级：首次评级

目标价格：30

最新收盘价：30.6

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《上柱于天 下立于渊——医改对医药行业影响深度报告》

投资要点：

● 公司近况及业务特点

2011 年上半年公司新承接江西上饶市立医院住院大楼项目（1.2 亿）及四川通江县人民医院整体项目（2 亿）同时仍有数亿规模的订单在手，具体数额未透露。未来在业务增长上较有保证。公司在销售和 Design 人才队伍建设上较有长处，这也是公司在相关医院工程领域确立领先地位的重要软优势。目前的销售队伍有 100 余人，而工程设计及配套跟进人员，目前规模可支撑 15-20 个类似上饶的项目（1.2 亿）同时进行，足以应付未来业务的大规模扩张。

公司近年各项业务的毛利率一直在下降。这一方面是因为公司的业务逐渐扩大，从毛利率较高的手术室修建到常规的医疗设备的销售和医院后勤业务；另一方面也说明此行业门槛不高，竞争激烈。我们认为公司未来整体毛利率回到早几年 40% 的高位难度较大。此次调研时，公司已表示将来将采取措施保证公司整体毛利率在 30% 以上。

● 公司看点

公司最大的看点是利用上市的优势抢先募集资金，提高自己水平（医院整体工程的设计和施工）利用第三方信贷和中标低价优势大量抢占国内市场，同时不断完善自己的产品线（如新品大型供氧系统和高频 X 光机）力争拉大与国内的竞争对手的距离。尚荣目前在资金，市场及业务拓展上均占据优势，未来有可能成为医疗专业工程公司里的翘楚。但毛利率降低和工程款拖欠的可能性在未来有可能给公司业绩带来波动，建议投资者注意此点。

● 盈利预测

未来公司收入增速仍会增加，因公司手上订单数额较大，且公司在相关业务的推广和销售上有独到之处。预计 2011-2013 年销售收入增长 58.5%，37.3%，30%。2011 年-2013 年收入 4.28 亿，5.88 亿，7.61 亿，净利润分别约为 0.66 亿，0.92 亿，1.08 亿。EPS 分别为 0.54, 0.75, 0.87 元，给予公司 12 年市盈率 40 倍，合理价格为 30 元，目前公司股价估值已经合理，给予“中性”评级。

(百万元, 元)	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	270	428	588	761
EBITDA(百万元)	68	106	141	164
净利润	46	66	92	108
摊薄 EPS(元)	0.37	0.54	0.75	0.87
PE(X)	82.7	56.8	40.9	35.0
EV/EBITDA(X)	26.9	25.7	19.7	16.7
PB(X)	6.82	2.96	2.79	2.62
总资产周转率	0.61	0.42	0.36	0.41

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	63	85	1067	1009	1041	营业收入	209	270	428	588	761
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	122	163	265	364	487
应收账款	59	85	135	186	241	营业税金及附加	6	8	13	17	22
预付款项	22	33	53	81	118	销售费用	11	14	22	30	39
其他应收款	21	10	16	22	29	管理费用	22	28	46	63	82
存货	32	63	86	118	158	财务费用	1	0	4	4	4
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	127	152	147	201	248	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	50	13	11	80	77	营业利润	47	57	78	108	126
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	0	1	1	1	1
无形资产	13	12	17	21	24	税前利润	47	58	78	109	127
长期待摊费用	0	0	2	2	3	减: 所得税	8	11	12	16	19
资产总计	403	489	1563	1747	1964	净利润	40	47	66	93	108
短期借款	0	15	0	0	0	归属母公司净利润	40	46	66	92	108
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	32	42	71	98	128	基本每股收益	0.65	0.75	0.54	0.75	0.87
预收款项	78	93	140	205	288	稀释每股收益	0.65	0.75	0.54	0.75	0.87
应付职工薪酬	4	5	5	5	5	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	8	10	12	12	12	成长性					
其他应付款	3	4	4	4	4	营收增长率	51.0%	29.5%	58.5%	37.3%	29.5%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	43.3%	25.1%	40.8%	37.4%	16.0%
长期借款	41	16	16	16	16	净利润增长率	65.3%	16.3%	42.9%	39.0%	16.8%
负债合计	174	213	291	398	529	盈利性					
股东权益合计	229	276	1271	1348	1435	销售毛利率	41.4%	39.7%	38.0%	38.0%	36.0%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	19.1%	17.2%	15.5%	15.7%	14.1%
净利润	40	47	66	93	108	ROE	17.4%	16.8%	5.2%	6.8%	7.5%
折旧与摊销	4	10	24	29	34	ROIC	14.26%	14.95%	5.38%	6.97%	7.61%
经营活动现金流	58	51	92	116	138	估值倍数					
投资活动现金流	-84	-1	-19	-155	-81	PE	47.2	40.6	56.8	40.9	35.0
融资活动现金流	15	-6	909	-20	-26	P/S	9.0	7.0	8.8	6.4	4.9
现金净变动	-11	44	983	-58	32	P/B	8.21	6.82	2.96	2.79	2.62
期初现金余额	46	63	85	1067	1009	股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%
期末现金余额	35	108	1067	1009	1041	EV/EBITDA	37.1	26.9	25.7	19.7	16.7

我们 7 月 26 日调研走访了尚荣医疗，就投资者关心的问题与公司董秘胡欣先生进行交流，并汇总成该报告。

1. 公司近况

公司最大的特色是经营医药医疗专业的装修工程、以及由此业务衍生而来的医疗设备销售、医院后勤托管服务、其他业务（主要是相关工程的设计和配套软件销售）等。其中以装修洁净手术室为核心的医疗专业工程是公司最主要的业务，一直到 2010 年底均是公司业绩大头。

2011 年上半年公司新承接江西省上饶市市立医院住院大楼项目（1.2 亿）及四川省通江县人民医院整体项目（2 亿）同时公司表示仍有数亿规模的订单在手，具体数额未透露。公司未来在业务增长上较有保证。

图 1：历年尚荣医疗收入构成

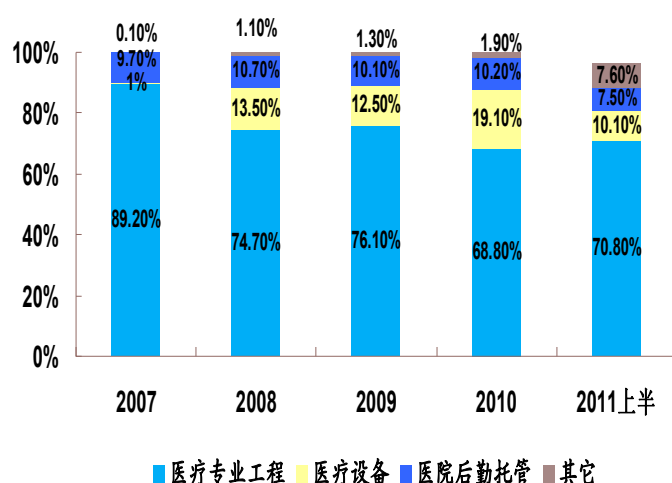
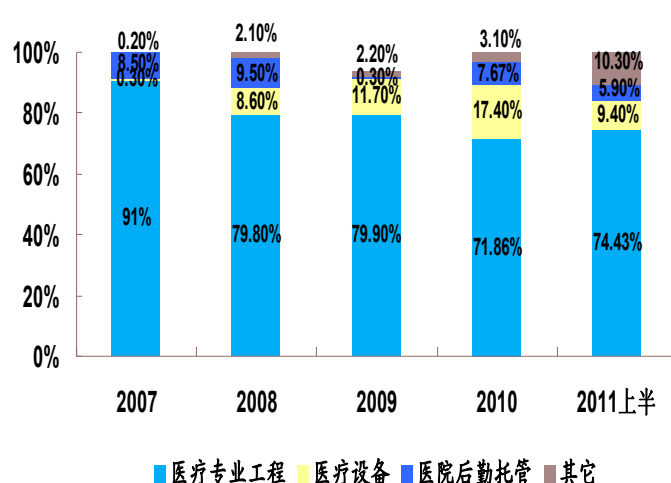


图 2：历年尚荣医疗毛利构成



数据来源：公司招股书 渤海券研究所

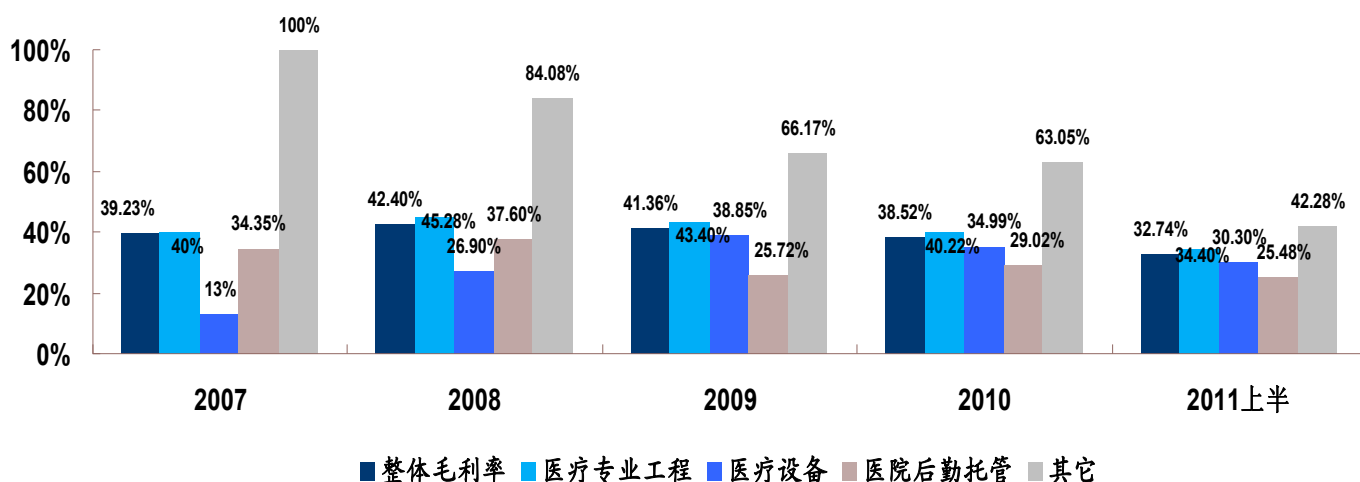
公司从今年开始已转向承接大型医院工程项目，不再局限于原有的手术室建设和医院通风洁净设施的安装上。上饶医院大楼项目是公司承接的类似的第一个大单，公司目前除了推进其他销售外，在设计和后继施工上期望能优质完成此单，在业内打出名声，目前该项目的地基部分已近完工。

从历史数据看，公司擅长的医疗专业工程一直都是公司收入和利润的主要来源。其他业务中，医疗设备销售和医院后勤托管业务虽然贡献的收入较大，但因为公司部分主要设备尚不能自产，需代理销售，同时国内通胀一直未有缓解，这两块

业务贡献的毛利近年波动较大。而公司的软件及相关工程设计今年一枝独秀，成为公司业绩新的贡献者。公司对此表示，由于未来业务将转向医院大型整体工程的设计施工一条龙服务，公司在上市前就已开始注重公司的销售和设计人才队伍的建设，这些人才能够较快为公司创造收入，同时也是公司在相关医院工程领域确立领先地位的重要软优势。目前公司的销售队伍有 100 余人，由董事梁桂忠先生亲自负责，在业内较有知名度。而工程设计及配套跟进人员，公司胡总表示目前的规模可支撑 15-20 个类似上饶的项目（1.2 亿）同时进行，足以应付未来业务的大规模扩张。

2. 毛利率下降的问题及业务特点

图 3：公司近年来整体和各项业务毛利率变动情况（%）



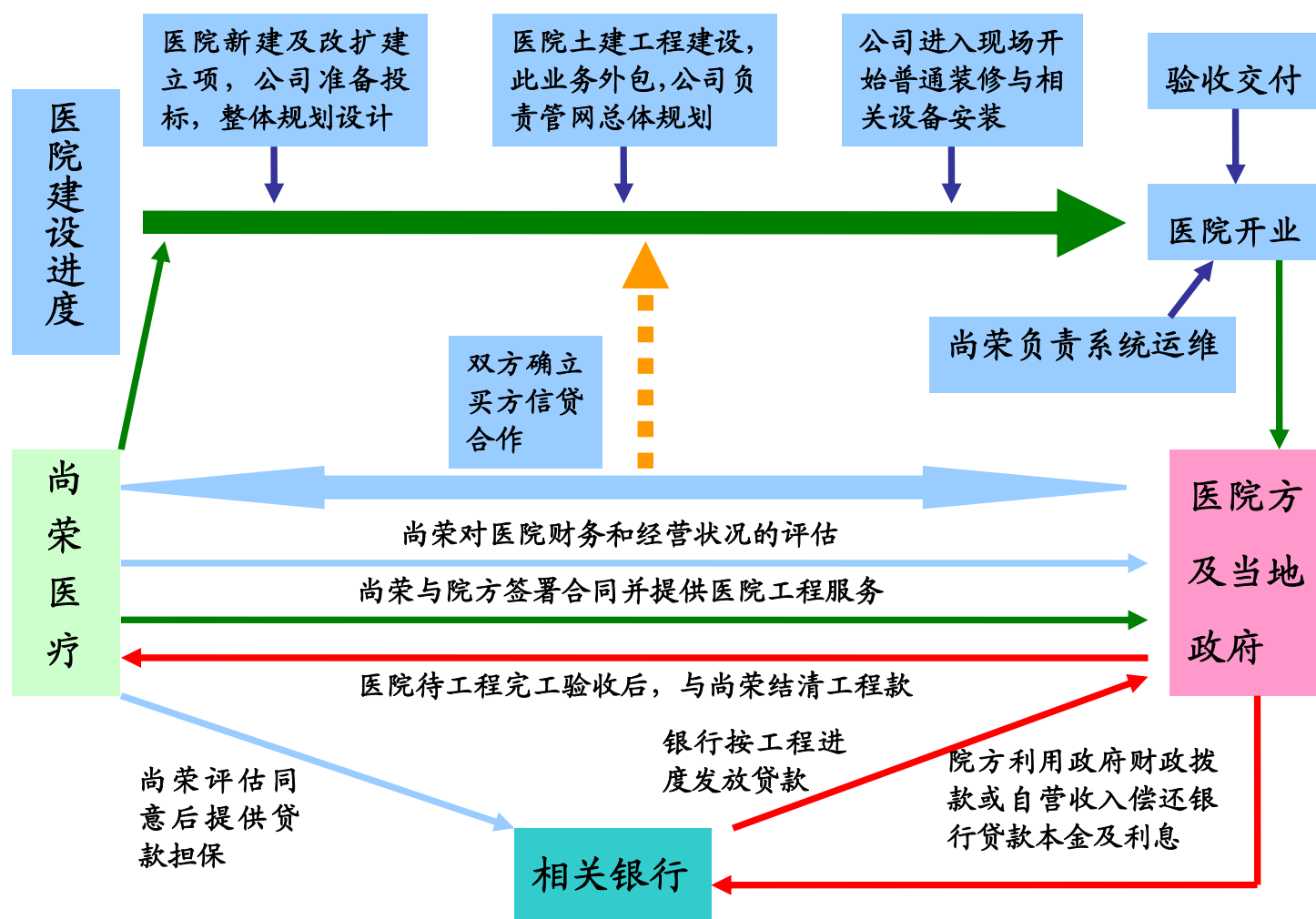
数据来源：公司招股书 230 页 10 年年报 11 年半年报 渤海证券研究所

从公司历年的数据可以看出，无论是公司整体还是各项业务的毛利率，也无论是公司上市前还是上市后，近五年一直是一个下降的趋势。这一方面是因为公司的业务逐渐扩大，从毛利率较高的手术室修建到常规的医疗设备的销售和医院后勤业务；另一方面也说明此行业门槛不高，竞争激烈。再加上现在国内通胀情况严重，公司又将业拓展到毛利率较低的医院整体工程（因含土建外包等，公司负责总包）未来整体毛利率回到早几年 40% 的高位难度较大。此次调研时，公司已表示将来将采取措施保证公司整体毛利率在 30% 以上。

在业务拓展方面，公司推出了颇有特色的第三方信贷业务，主要的合作方是北京银行和招商银行两家，两家分别提供 5 亿元的信贷额度，以支持公司顺利承建大

型医院工程。简单来说，就是公司在评估过医院实力和前景后，由公司做担保，由相关银行贷款给院方以支付公司的中标项目的工程款并按项目进程付款。在工程完成后贷款发放完毕院方验收完工程后，院方和公司间的工程款结清（在正常情况下），之后用当地政府卫生拨款或者医院自己的财政盈余缴还银行贷款本金及利息。详情见下图。这样院方和当地政府在工程实施和医院运行初期不用自己掏钱，财务负担较小，很受经济较不发达地区政府和医院（江西上饶、四川通江）的欢迎，该项第三方信贷成为公司拓展业务的利器。

图 4：尚荣医疗的医院大型整体工程业务及买方信贷流程简图 红色箭头：现金流 绿色箭头：尚荣的业务流程



数据来源：公司调研 公司招股书 110-111 页 渤海证券研究所

该信贷目前是全额担保，担保范围涵盖公司之前实施的和目前已经实施的工程项目，如果最坏情况出现院方不付款，根据目前签订的合同，公司赔款额度为 20%，即如果 5 亿额度全亏，公司需赔银行一亿（两家银行需赔 2 亿）。胡总表示目前该额度已满足需要，未来暂不会增加。

3. 未来的市场、对手及可能遇到的问题

公司目前主要瞄准的是地市以及的新建医院市场（多是类似上饶这类地方财力不是特别发达的地区），提供整体的设计和施工方案并实施（公司有价格优势），同时原有的手术室和医院部分科室的医械安装和翻新也在做。至于县级医院市场，胡总表示放量没有那么快，是一个较缓慢的过程，这块几年内还是维持原有的格局，有机会就做。

公司国内主要对手是海南灵静净化工程公司和江苏久信医用净化工程公司，他们同样涵盖洁净手术室工程，业务范围均涵盖全国。这块国内最大的是尚荣，其次是这两家，后来尚荣又开始提供医院整体工程，他两暂未涉及。尚荣占据先上市的先发优势有可能做大。其他的对手还包括德国 Maquet 和北京三医特空气净化工程公司（台资），这两家产品价格价较高，主要面向国内医院相关工程的高端客户及境外客户。

由于公司目前大型项目的主要客户为国内地市级（经济不是特别发达地区）的新建医院，他们的回款由当地政府的卫生财政拨款满足，考虑各地财力不均及医院建成后要运转一段时间才有收入结余。未来有可能会出现拖欠。（公司目前工程实施前有少量预收款，其余大部在工程全部完成后收回，小部分在工程过程中收回。）因公司面对的是政府，公司未来一旦出现此种情况（拖延还贷款或拖工程款）除了积极沟通和诉诸法律外，对硬拖欠暂无好的办法。

4. 公司的看点

我们认为，公司最大的看点是利用上市的优势抢先募集资金，提高自己的业务水平（医院整体工程的设计和施工）利用第三方信贷和中标低价优势大量抢占国内市场，同时不断完善自己的产品线（如新品大型供氧系统和高频 X 光机，后者还在样机阶段）力争拉大与国内的竞争对手的距离。尚荣目前在资金，市场及业务拓展上均占据优势，未来有可能成为医疗专业工程公司里的翘楚。但毛利率降低和工程款拖欠的可能性在未来有可能给公司业绩带来波动，建议投资者注意此点。

5. 盈利预测

未来公司收入增速仍会增加，因公司手上订单数额较大，且公司在相关业务的推

产和销售上有独到之处。预计 2011-2013 年销售收入增长 58.5%，37.3%，30%。
2011 年-2013 年收入 4.28 亿，5.88 亿，7.61 亿，净利润分别约为 0.66 亿，0.92 亿，1.08 亿。EPS 分别为 0.54,0.75,0.87 元，给予公司 12 年市盈率 40 倍，合理价格为 30 元，目前公司股价估值已经合理，给予“中性”评级。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君 机构销售部经理

022-28451995

13502040941。

zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

010-68784269

13811199719

wuhuihui09@gmail.com

thalia_wu@hotmail.com

刘啸

010-68784275

13810427284

helen.newday@gmail.com

liuxiao_helen@hotmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn